

公司资本结构优化分析

【摘要】本文从公司资本结构的理论出发，分析了资本结构和最优资本结构的概念，公司资本结构是企业债务资本与权益资本构成比例关系，最优的资本结构是一种均衡的比例关系，即资金成本最低、企业价值最大化的理想状态。本文分析了公司资本结构优化的目标和意义，优化资本结构有利于实现企业价值最大化，最优、合理、均衡的资本结构有利于节约资金成本，提高资金使用率，降低财务风险，有利于企业长远的发展。提出了在公司治理方面如何优化资本结构，实现综合资本成本最小化；拓宽资本市场，加强资本运营；转换资本；调整资本结构，提高盈利能力；建立动态调整机制，以期达到优化资本结构，实现最优资本结构目标，降低资本成本，实现企业利润最大化、利益最大化、价值最大化，使企业长期稳定的发展。

我国上市公司资本结构问题的实证研究得到了普遍的关注，国内不少学者分别从不同的角度利用不同时期的截面数据成功的建立了资本结构模型，但目前国内的资本结构实证研究所选数据多是截面数据没有将时间序列数据结合起来考虑。自从MM定理发表以后许多学者开始对资本结构进行广泛的研究并揭示企业的资本结构不仅影响企业的资本成本和企业总价值，而且影响企业的资本结构和经理行为，进而影响整个国家的经济增长和稳定，所以资本结构问题的研究一直是财务研究领域的重要课题之一。

一、公司的资本结构

资本结构，又称融资结构，是企业长期资本中债务资本和权益资本的构成及比例关系，筹资方式的组合不同决定着企业资本结构的构成及比例关系的不同。一般地，债务结构是各项债务与全部财务的比例关系，而权益结构则是权益资本中优先股、普通股和留存收益的比例关系，长期资本中，债券结构和权益结构不仅影响企业的剩余索取权和控制权的分配，进而影响企业相关利益者的利益均衡机制，最终影响财务目标、企业目标的实现。

最优资本结构，是指企业在一定时期有适宜的相关条件下，合理配比权益资本和债券资本，使其综合资本成本最低，同时企业价值最大的资本结构；能使企业资本成本最低且企业价值最大并能最大限度地调动利益相关者积极性的资本结

构。虽然对最优资本结构的标准仍然存在着争议，但是股权融资与债权融资应当形的提升。最优资本结构是一种能使财务杠杆利益、财务风险、资本成本、企业成相互制衡的关系，过分偏重任何一种融资都会影响到公司经营的稳定和 市场价值价值等要素之间实现优化均衡的资本结构，它是企业的目标资本结构。

优化资本结构就是指企业通过筹资、融资等手段，使企业的资本结构达到最优均衡资本结构状态的决策过程。对于企业实行资本结构优化战略管理，使企业能够在资本结构优化的过程中，建立产权清晰、权责分明、管理科学的现代企业制度，优化企业在产权清晰基础上形成的企业治理结构，对企业改革的成败具有重大的意义。对于股份企业上市公司，在资本结构优化的过程中，建立一种使约束与激励机制均能够有效发挥作用的合理的企业治理结构，促使企业实现企业价值的最大化，对于我国刚刚起步的资本市场的发育与完善而言，也是相当重要的。

二、资本结构的意义和目标

优化资本结构有利于提高企业的价值，有利于企业合理安排所有权与控制权，有利于合理解决治理结构问题，有利于降低企业破产风险。因此，企业必须重视和加强资本结构的管理和优化。

最优的资本结构是实现企业价值最大化的基础保障，因为企业的资本结构决定着企业财务管理目标的实现，最优的资本结构客观存在时，能实现企业价值利润最大化，即达到财务管理的最优目标。

（一）企业的资本结构影响和决定着企业的经营、治理和绩效

企业的资本结构影响着融资决策和公司治理结构，一般合理的融资方式和均衡的内部监督管理机制是优化公司资本结构的基础，企业通过合理的融资方式和控制股权达到最优的资本结构，进而形成公司合理的治理结构，最终决定着企业经济效益和发展前景。

1、融资方式影响着公司的资本结构。

资本结构是因企业采取不同的筹资方式而形成的，在公司长期财务结构中，负债与权益比例，各种筹资方式的不同组合类型决定了公司资本结构及其变化。与负债比率、杠杆比率计量方法相比，资本结构与公司经营所需的“永久性”或长期性资本相关性更强。融资方式不同会产生不同的财务风险，融资行为和融资决策贯穿于企业发展的整个生命周期，直接影

响资本结构。企业通过改变融资方式达到最优的资本结构，首先，当一家企业为筹措一笔资金而面临几种融资方案时，企业可以分别计算出各个企业融资方案的加权平均资本成本率，然后选择其中加权平均资本成本率最低的一种。其次，被选中的加权平均资本成本率最低的那种融资方案只是多重方案中最佳的，并不意味着它已经形成了最佳资本结构，这时，企业要观察投资者对贷出款项的要求、股票市场的价格波动等情况，根据财务判断分析资本结构的合理性，同时企业财务人员可以利用一些财务分析方法对资本结构进行更详细的分析。最后，根据分析结果，在企业进一步的融资决策中改进其资本结构。

2、在资本结构中，其股权结构是公司治理结构的基础。

现代公司治理理论认为，公司治理结构是用以处理不同利益相关者之间的利益关系，以实现经济目标的一整套制度安排。在这种制度安排中，股权结构是基础，它决定了股东大会的权力核心，进而决定了董事会、监事会和经理人员的构成及权力归属，也决定了出资人对管理者监督的有效性。

目前我国上市公司股权结构呈现超稳定状态和不稳定状态的双重特征，而问题的根源在于国有股的过度集中且不可流通，解决股市的全流通问题，核心是赋予非流通股流通的权利，目的是构建同股同价。同股价格解决了我国股权的流通性问题，也就可以从根本上充分发挥股东用手投票和用脚投票机制，为所有股东即产权所有者提供一个公平竞争的场所。

2005年4月底开始的股权分置改革就是针对我国上市公司股权结构现状，优化股权流通性的最有效和最直接的途径。股权分置改革是让上市公司的所有股份都能在股票市场流通交易，通过非流通股股东和流通股股东之间的协商来平衡彼此间的利益，这种全流通的改革为构建真正完善、有效的公司治理机制奠定了制度基础。截止到2008年3月3日，沪两市仅有4家上市公司未完成股权分置改革。一股独大是我国上市公司股权结构的显著。

3、资本结构的选择实质上就是公司治理结构的选择。

不同的融资方式会影响控制权的选择，选择了不同的融资方式相应的形式不同的治理结构，也就形成了不同的资本结构，这就影响着公司的发展前景。企业在筹资决策中最佳资本结构的选择对企业来说是一种既重要又错综复杂的理财活动，同时也是财务管理的首要环节。因此，企业在具体操作上，应当合理地利用

负债,提高财务杠杆的效应,使综合资金成本保持在目标资本结构的水平线上,又能达到企业价值最大化。此外,企业应将各种方法优劣互补,视企业具体情况有选择地采用

(二) 企业的资本结构决定着企业目标资本结构的实现

最优的资本结构就是企业目标资本结构,关于最优资本结构的目标主要有:

1、企业利润最大化

传统财务观点认为,利润的大小是衡量企业资本结构是否优化的财务指标。在自由竞争的市场经济中,资本的使用权最终将属于获利最大的企业。利润最大化是企业获得资本的最有利条件,有利于社会资源的合理配置,企业通过追求利润最大化目标,可以使整个社会的财富实现最大化。但如果片面、单纯强调利润最大化,将导致企业忽略企业的社会责任与企业获利之间的关系,导致企业唯利是图、目光短浅、获利行为短期化,不能充分考虑资金的时间价值,同时容易使企业忽视投入与产出的关系,造成不合理的生产模式,给企业带来潜在危机。过度追求利润最大化是不可行的,要充分考虑企业的现状,不要盲目扩大经营规模,为企业的未来发展适当的制定利润目标。

2、股东财富最大化

现在财务理论认为,企业经理应当以股东财富最大化作为企业的财务目标。在这种目标模式下,企业接受的所有投资项目的收益率应当高于资本成本。由于权益融资成本的波动性和股利的个人所得税,股东保存盈利很少当作股本来计算资本成本,从而会引起在这种股东财富最大化的目标模式下,经理会更偏好通过保留利润,即通过内源融资的方式进行融资,而不是通过发行股票进行权益融资。但是如果单纯要求股利最大化,会引起过度的利润分配,可能导致企业追求短期利益和过度利用财务杠杆,增加企业的风险,甚至会导致企业破产。

3、企业价值最大化

企业价值最大化是财务经济学理论最认同的目标模式。这一目标的起源是著名经济学家莫迪利安尼和米勒提出的MM定理,由于举债的利息可以在税前支付,因而企业举债具有节税效益,企业举债越多,企业价值越大。继MM定理的进一步研究,权衡理论以企业价值最大化为目标,证明了权衡债务的税收收益与破产成本,企业存在一个最优的资本结构使企业价值最大化。他们证明企业最优债务

比（看作资本结构的量化代表）的存在。企业价值最大化兼顾了债权人和股东的利益。在一定的条件下，企业价值最大化与企业股东财富最大化是等价的，所以，这一目标模式性质和特征与股东财富最大化基本上是相同的。

三、公司资本结构的治理

（一）优化资本结构，实现综合资本成本最小化

一般情况下，债务资本成本总是低于权益资本成本。这是因为：一方面债务资本要求定期支付利息，到期偿还本金，对投资者来说投资风险较低，相应地，投资者获得的报酬也较低；另一方面根据企业所得税法的规定，债务资本的利息支出可以在企业所得税前列支，企业实际负担的利息 $\text{利息} \times (1 - \text{所得税税率})$ ，减轻了企业的赋税负担，从而使债务资本成本进一步降低。权益资本的成本则较高，如普通股，由于其股利不固定，并且当企业资不抵债时，普通股股票持有人的赔索权不仅在债券持有人后，而且次于优先股股票持有人，其投资风险最大，因而股利率比债权利息率、优先股股息率更高，资金成本率也最高。因此，在优化资本结构时，应当分析债务资本与权益资本所具有的不同的资金成本，合理安排两者在资本总额中所占的比重，使企业的综合资金成本降低，提高企业获利能力。

（二）拓宽资本市场，加强资本运营

1 企业资本规模的扩张需能带动资本结构的优化。

拓宽资金来源，扩大企业规模，一般来说，企业的规模越大，越趋向于实现多元化经营，抗风险能力越强，获得信贷支持的可能性越大。但不要盲目扩大，要跟具企业自身需求和能力拓展自身业务，达到最适合自身发展的目标规模，这要利用规模效应可以获得更多的融资渠道（银行、政府政策和社会的支持），优化资本结构。选择优势区位标志性物业，作为区域资本市场的专门场所，营造出相应环境与氛围，尽可能多地把政府各类基金、金融机构、投资公司、专门市场、各类企业协会、配套中介和担保机构等，集中起来（可请发达地区相关机构入驻并带动发展）。在各家按现有法规、政策独立运行的同时，由政府部门或协会团体牵头，开放市场信息，组织相关活动，创造发现机遇，提供咨询服务。由此，搭建起信息、资本、项目、中介有效对接的市场平台，就此引导各类社会资本、

资源规范进场，交流、交易。

2 加强企业资本运营

企业要根据自身的盈利目标、实力和抵御风险的能力进行资本结构优化和组合，以较低的风险获得较大的资本增值和盈利。保持合理的举债能力，保证企业资本的安全、完整和增值。考虑企业当前利益和长远利益，降低投资风险，降低资金成本，同时也要考虑企业自身的偿债能力，以应付随时变动的经济情况。企业所占用的资金应加强管理并促使其快速流动，增加资金的使用效率和价值。在企业的日常生产经营中，资金的流动和周转速度对资金的总量有着巨大的影响，资金周转速度快，沉淀就少，资金的总量要求就少；资金周转慢，积压在中间环节的资金就多，资金的总量就大。企业经营者一方面要注意日常生产经营活动的正常资金拥有量，另一方面要使其快速流动和周转，以获得最大的效益。

（三）转换资本

1 将债权转换成股本

对债务人来说可以减轻债务负担，将过去对债务人保本还息改为与新形成的股东共担风险，形成新的产权格局，有利于促使企业改善经营管理，增强整体实力。对于债权人来说，通过债权转股权，可将呆滞债权转化为实物资产形态，解脱债权悬空。可转换债券是一种公司债券，它赋予持有人在发行债券后一定时间内可依据本身的自由意志选择是否依约定的条件将持有的债券转换为发行公司的股票换言之可转换公司债券持有人可以选择持有至债券到期要求公司还本付息；也可选择在约定的时间内转换成发债公司的股票享受股利分配或资本增值目前在美国、欧盟、日本、东南亚等国家和地区可转换债券市场已经发展得相当成熟并成为金融市场中不可或缺的重要组成部分为这些国家和地区金融市场的繁荣和企业竞争力的提升起到了积极的推动作用。

2 将某类资本进行适当的收缩，然后将相应数额的资金补充到其他需要补充的资本中去

为减轻债务，将已发行的债券提前赎回；通过各种渠道筹集相应数额的权益资本等。这种方法有较大的灵活性，适合于债务资本、权益资本之间的双向调整。

（四）调整资本结构，提高盈利能力

企业偿债能力与企业盈利能力同方向变动，企业盈利能力提高，有利于提高企业偿债能力，将企业财务风险、经营风险降至最低。因此，企业应通过管理创新、合理配置资产，加速资金周转，努力开发新产品、新技术，降低产品成本，改进产品质量和结构等措施增强盈利能力。

1 通过增加企业资金总量的方式来调整资本结构，使之达到最优

如果企业债务资本过多，使财务风险增大，可通过追加权益资本（如发行股票）来改善资本结构。反之，如果企业权益资本过高，可通过追加负债来提高债务资本、来降低综合资本成本，如发行债券增资。

2 通过减少企业资金总量来调整优化企业的资本结构

对过高的权益资本来说，可通过减少资本总额以降低其比例，如减少股份总额；对过高的债务资本，则可通过清偿债务以减少总资金，相应地降低企业的负债比例。

（五）建立动态调整机制

企业资本结构决策是一项战略决策，它应随着战略的改变而改变，不断地适应战略变化对资本结构的要求。优化资本结构要因时而异，企业处于不同的发展时期应有不同的资本经营策略，应根据所处的成长周期，采取相应的策略。外部环境发生变化，企业也应该适时调整自己的资本结构，降低资金的加权平均成本，实现资本结构的优化。

总之，随着经济的发展，企业资本结构越来越对企业的发展产生重要影响，优化资本结构有利于实现企业的价值最大化，有利于降低财务风险。企业要根据自身发展需要制定合理的资本结构调整机制，优化资本结构，实现最优资本结构。

答谢辞：本论文的完成是在我们的导师 * 老师的细心指导下进行的。在每次遇到问题时老师不辞辛苦的讲解才使得我的论文顺利的进行。从论文的选题到资料的搜集直至最后论文的修改的整个过程中，花费了老师很多的宝贵时间和精力，在此向导师表示衷心地感谢！导师严谨的治学态度，开拓进取的精神和高度的责任心都将使学生受益终生！

参考文献

1. 田晔、麦元勋 资本结构的影响因素分析 兰州学刊 2002 . 02

企业偿债能力与企业盈利能力同方向变动，企业盈利能力提高，有利于提高企业偿债能力，将企业财务风险、经营风险降至最低。因此，企业应通过管理创新、合理配置资产，加速资金周转，努力开发新产品、新技术，降低产品成本，改进产品质量和结构等措施增强盈利能力。

1 通过增加企业资金总量的方式来调整资本结构，使之达到最优

如果企业债务资本过多，使财务风险增大，可通过追加权益资本（如发行股票）来改善资本结构。反之，如果企业权益资本过高，可通过追加负债来提高债务资本、来降低综合资本成本，如发行债券增资。

2 通过减少企业资金总量来调整优化企业的资本结构

对过高的权益资本来说，可通过减少资本总额以降低其比例，如减少股份总额；对过高的债务资本，则可通过清偿债务以减少总资金，相应地降低企业的负债比例。

（五）建立动态调整机制

企业资本结构决策是一项战略决策，它应随着战略的改变而改变，不断地适应战略变化对资本结构的要求。优化资本结构要因时而异，企业处于不同的发展时期应有不同的资本经营策略，应根据所处的成长周期，采取相应的策略。外部环境发生变化，企业也应该适时调整自己的资本结构，降低资金的加权平均成本，实现资本结构的优化。

总之，随着经济的发展，企业资本结构越来越对企业的发展产生重要影响，优化资本结构有利于实现企业的价值最大化，有利于降低财务风险。企业要根据自身发展需要制定合理的资本结构调整机制，优化资本结构，实现最优资本结构。

答谢辞：本论文的完成是在我们的导师 * 老师的细心指导下进行的。在每次遇到问题时老师不辞辛苦的讲解才使得我的论文顺利的进行。从论文的选题到资料的搜集直至最后论文的修改的整个过程中，花费了老师很多的宝贵时间和精力，在此向导师表示衷心地感谢！导师严谨的治学态度，开拓进取的精神和高度的责任心都将使学生受益终生！

参考文献

1. 田晔、麦元勋 资本结构的影响因素分析 兰州学刊 2002 . 02